

HORIZONS AGF
MARCHÉS

Feuille de route de « l'investissement ESG 2.0 » à l'ère de l'après COVID-19

Le capitalisme « plus altruiste » a échoué à établir les bonnes priorités



Martin Grosskopf

Vice-président et gestionnaire de portefeuille
Investissement durable

L'un des principaux défis auxquels est confronté l'investissement axé sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (investissement ESG) – tout du moins au début – réside dans le fait que ce mouvement a toujours été en quête d'une philosophie. Il poursuit pourtant un objectif clair : depuis qu'il a commencé à s'établir comme une tendance au début des années 2000, l'investissement ESG tente d'inscrire les enjeux sociaux et environnementaux au cœur de la « mentalité du marché » en matière de risque et de rendement. Dernièrement, ce mouvement s'est accompagné de victoires considérables, y compris en ce qui concerne la production de communications au sujet des changements climatiques (notamment celles recommandées par le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques), la montée du « capitalisme participatif » et l'intérêt récemment exprimé par le marché pour le financement de tous les projets liés aux facteurs ESG¹.

Depuis toujours, le ton général employé dans le cadre de l'investissement ESG vise à favoriser une forme plus altruiste du capitalisme, mais la philosophie qui sous-tend ce mouvement continue de suivre, dans les grandes lignes, celle qui prévaut sur les marchés, à savoir que ces derniers constituent le moyen le plus efficace de répartir le capital (tout du moins au fil du temps) et qu'ils y parviendront de façon rationnelle, ce qui permettra, au bout du compte, d'atteindre les objectifs relativement aux enjeux ESG. Peut-être ce conformisme repose-t-il en partie sur une simple explication pratique : après tout, les caisses de retraite sous-financées ne disposent que d'une faible marge de manœuvre sur le plan fiduciaire et doivent se contenter de trouver des solutions qui dérangent peu le système préétabli.

Toutefois, la crise actuelle offre l'occasion d'évaluer bien plus en profondeur le rôle des marchés, des gouvernements et des enjeux ESG. Seulement 12 ans après la dernière intervention publique d'envergure, qui remonte à la grande crise financière, les événements qui se sont enchaînés en l'espace de quelques semaines ont permis de mettre au jour les limites de l'efficacité théorique des marchés et de dévoiler leur inaptitude à accomplir leur fonction la plus fondamentale : celle de déployer du capital à bon escient. On le voit non seulement dans le décalage entre la surperformance des marchés boursiers et les réalités économiques moroses, mais également dans l'échec des marchés à prioriser des enjeux comme la capacité en matière de soins de santé et la conservation de l'environnement par rapport à l'austérité. Cet échec s'impose, malgré l'intégration à plus grande échelle de l'investissement ESG et les victoires qu'il a rendues possibles.

Il est donc nécessaire de s'interroger pour reconnaître la portée réduite de l'investissement ESG quand il s'agit de bouleverser sensiblement la dynamique des marchés, de même que pour revoir l'équilibre entre rendement et incidences environnementales ou sociales.

Il faudra modifier les principes visant à récompenser les actionnaires (qu'ils soient soucieux des facteurs ESG ou non), y compris les taux d'imposition bas, les versements toujours croissants de dividendes, ainsi que les faibles réinvestissements et rachats d'actions, et ce, afin de tenir compte du soutien apporté par les gouvernements et du contrat social qui lie implicitement les entreprises à leurs travailleurs.

En tant que première catastrophe naturelle résolument mondiale de l'époque moderne, la pandémie de COVID-19 a montré que la priorisation des actionnaires était particulièrement fragile et que la réforme du système devra aller bien au-delà de la simple reconnaissance d'un modèle incluant tous les intervenants, comme l'a fait le World Business Council for Sustainable Development (WBCSD).

Si l'investissement ESG vient seulement s'ajouter à la philosophie prévalente des marchés, il ne peut pas servir d'indicateur sur l'équilibre entre les récompenses versées aux actionnaires et la résilience de la société. En tant que première catastrophe naturelle résolument mondiale de l'époque moderne, la pandémie de COVID-19 a montré que la priorisation des actionnaires était particulièrement fragile et que la réforme du système devra aller bien au-delà de la simple reconnaissance d'un modèle incluant tous les intervenants, comme l'a fait le World Business Council for Sustainable Development (WBCSD).

L'intervention publique à tout prix s'impose comme une évidence

Face à la crise de la COVID-19, les gouvernements ont démontré qu'en cas de force majeure, ils étaient prêts à déployer des ressources apparemment illimitées afin de

remédier aux problèmes présentant un risque sur le plan social. Des idées qui, quelques mois auparavant seulement, étaient considérées comme marginales sont désormais plus qu'acceptées : elles sont appliquées à une échelle que même leurs partisans pensaient jusque-là inimaginable. La Théorie monétaire moderne, par exemple, se heurtait à la logique conventionnelle des déficits gouvernementaux et de l'austérité. Pourtant, en l'espace de deux mois, les gouvernements ont affecté 5 000 milliards \$US (et ce montant continue de grimper) à diverses initiatives, non pas pour venir à bout du virus (lequel pourrait sans aucun doute évoluer en diverses variantes et resurgir), mais pour secourir un système de santé sous-financé, de façon à ce que celui-ci puisse réagir efficacement. Dans les cas extrêmes, les gouvernements ont alloué des liquidités afin de combler une grande partie du salaire d'au moins certains travailleurs, se portant ainsi garants d'un revenu de base. Si les gouvernements peuvent manifestement imprimer et distribuer de l'argent à l'envi, on pourrait penser que l'« austérité » relevait en fait plus d'une mauvaise excuse visant à justifier les lourdes réductions des dépenses sociales constatées depuis plusieurs années.

Il paraît désormais impensable que les gouvernements ne répètent pas les efforts phénoménaux consentis afin de contenir le nombre de décès liés au coronavirus pour contrer d'autres menaces pressantes sur le plan social ou environnemental, telles que la famine, la pollution de l'air, l'insalubrité, etc. Pour les problématiques à plus long terme comme les changements climatiques, on peut maintenant difficilement croire qu'il ne sera pas possible de financer les efforts environnementaux ou de favoriser la transition des industries les plus touchées. On a constaté que lorsqu'une catastrophe naturelle se produisait, la société cherchait, pendant un court laps de temps, à changer radicalement son modèle de travail et de loisirs. En effet, la science est devenue un moyen incontournable d'examiner les prises de position sociétales, au détriment peut-être de son rôle crucial dans l'étude des changements climatiques et du risque systémique qu'ils posent à grande échelle.

Quelles sont les répercussions pour l'investissement ESG? Dans sa forme initiale, l'investissement ESG souffre de son alignement philosophique avec les modèles traditionnels qui régissent les marchés. Après la grande crise financière, de nombreux éléments ont montré que les modèles alors en vigueur étaient défailants, mais ceux-ci sont restés à l'origine des décisions en matière de répartition de l'actif et d'investissement pendant encore des années². De par son histoire, on considérerait l'investissement ESG principalement comme une légère amélioration apportée

à ces modèles, au lieu de l'appliquer comme méthode de rechange. C'est pour cette raison que ce mouvement n'a pas réellement pu prévenir ni réduire le risque systémique, comme l'a clairement montré la crise de la COVID-19. De façon générale, l'investissement ESG a été ajouté au lexique de l'efficacité, le but étant de soutenir les chaînes d'approvisionnement mondiales, d'améliorer les techniques conventionnelles de répartition de l'actif et de limiter les indicateurs de déviation (voire peut-être de renforcer quelque peu l'alpha), mais il n'a pas pour autant permis d'affermir la résilience systémique dans le sens où l'entendait le professeur Nassim Taleb ou comme on l'espérerait de plus en plus avec des initiatives telles que le Conseil de stabilité financière³.

Les deux dernières crises devraient nous enseigner que nous sommes peu à même de prédire la prochaine catastrophe, que l'investissement ESG gagne encore en popularité ou non. Par conséquent, le statut de ce mouvement ne doit pas être la principale préoccupation à l'avenir, si l'on veut qu'il puisse favoriser la résilience du point de vue sociétal et environnemental.

On ne peut nier l'importance du lien qui existait au début entre l'investissement ESG et la philosophie adoptée par les marchés, ne serait-ce que parce que c'est ce lien qui a permis l'adoption en masse de pratiques ESG. Toutefois, les deux dernières crises devraient nous enseigner que nous sommes peu à même de prédire la prochaine catastrophe, que l'investissement ESG gagne encore en popularité ou non. Par conséquent, le statut de ce mouvement ne doit pas être la principale préoccupation à l'avenir, si l'on veut qu'il puisse favoriser la résilience du point de vue sociétal et environnemental. S'ils désirent sincèrement soutenir cette cause, les spécialistes des enjeux ESG devront s'efforcer de revoir les rôles respectifs qu'entretiennent entre eux les actionnaires, les gouvernements et la main-d'œuvre, mais également la place qu'ils occupent par rapport aux responsables de la répartition de l'actif et aux décideurs. Cet effort nécessitera des échanges très délicats sur les sujets suivants : les « efficacités » permettant d'enregistrer des marges de profit, les attentes réalistes en matière de rendement et de taux de croissance, de même que la prise en compte de l'intensité capitalistique de la transition énergétique.



« Investissement ESG 2.0 » : intégrer les efforts du passé pour construire un meilleur avenir

Si ces échanges aboutissent, certains aspects actuels de l'investissement ESG changeront :

Les facteurs ESG seront largement reconnus comme un ensemble de données « alternatives » utiles et disponibles depuis longtemps

– La compilation des données sur les facteurs ESG remonte aux années 1990 : certaines personnes, généralement en marge du courant principal des marchés, pensaient que les données financières conventionnelles ne permettaient pas d'évaluer pleinement le coût ou l'avantage de l'interaction entre une entreprise, la société et l'environnement. En fait, les recherches qui sous-tendent l'indice MSCI ESG reposent sur l'évaluation de la valeur intangible (IVA). Cette mesure a été mise au point par Innovest dans les années 1990, qui, au même titre que Jantzi Research (Sustainalytics), comptait parmi

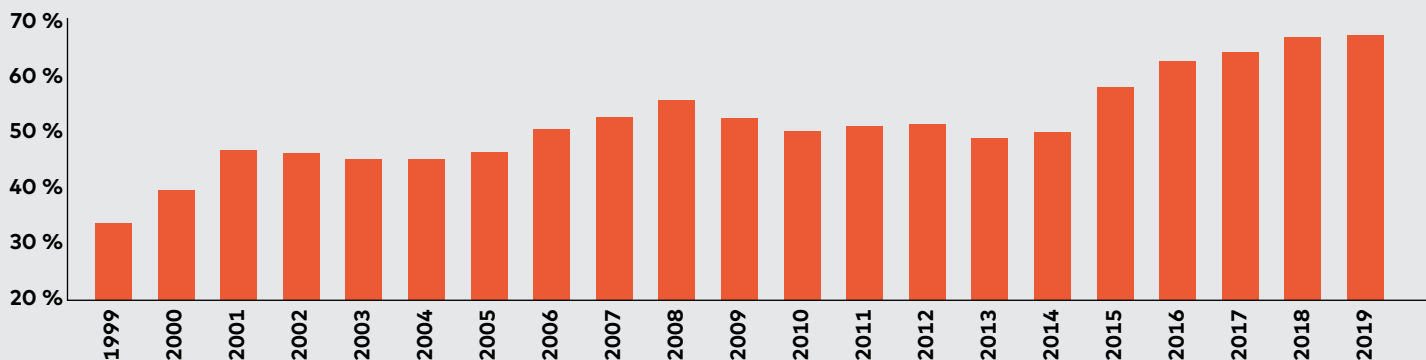
les premières sociétés à mettre l'accent sur une évaluation plus poussée des valeurs intangibles généralement au sein des marchés. Cette mesure a perduré au cours des 20 années suivantes (Figure 1). Un recours plus généralisé à ces données permettra d'améliorer les sources et les rapports, mais cela permettra également que soit reconnue à plus grande échelle l'importance d'intégrer au moins en partie ces données alternatives lors de la prise de décisions concernant les évaluations relatives et la répartition de l'actif.

La corrélation entre les modèles d'affaires peu gourmands en actifs et les cotes ESG élevées s'imposera comme une évidence – De nombreux fonds axés sur les facteurs ESG ont dégagé de l'alpha en tirant parti du lien étroit entre les modèles d'affaires nécessitant peu d'actifs et

Figure 1

Un taux record d'actifs sont désormais intangibles

Actifs intangibles au sein de l'indice S&P 500, en pourcentage de la valeur comptable, de 1999 à 2019



Source : FactSet, BofA US Equity et Quant Strategy

les cotes ESG élevées. Il apparaît clair que les entreprises qui emploient peu d'effectifs par rapport à leurs revenus (c'est-à-dire qui ont une faible intensité de capital humain) et qui fournissent des services logiciels ou infonuagiques ont tendance à avoir une empreinte d'exploitation directe moins importante que celles qui œuvrent dans les industries de la fabrication ou de la vente au détail. L'alpha associé à cette corrélation s'imposera vraisemblablement comme une évidence aux yeux des investisseurs, ce qui lui fera probablement perdre de sa valeur au fil du temps.

L'efficacité des cotes « relatives » s'atténuera – Jusqu'ici, les performances relatives en matière de respect des critères ESG ont sensiblement varié d'une entreprise à l'autre. Lors du dernier repli des marchés, les entreprises assorties de meilleures cotes ESG se sont démarquées. Ce résultat reflète le fait que, dans n'importe quel secteur, certaines entreprises prennent au sérieux les risques et les occasions ESG et qu'elles mettent au point des stratégies claires visant à améliorer la situation ou à en tirer parti. Toutefois, au fil du temps, on observe au sein des différentes industries une tendance à la convergence des enjeux considérés comme cruciaux.

Par exemple, si la diversité du conseil d'administration constitue véritablement un avantage stratégique, toutes les entreprises auront tendance à favoriser de telles pratiques. Imaginons un avenir dans lequel tous les conseils d'administration seraient inclusifs : comment distinguer la valeur ajoutée de chacune des stratégies adoptées? Ou prenons l'exemple des changements climatiques : après des années de lutte pour faire progresser les entreprises dans le domaine des ressources naturelles, ces firmes finiront, selon toute vraisemblance, par adopter en masse des stratégies fiables visant à réduire leur empreinte carbone et à faciliter la transition énergétique (au moyen de sources moins polluantes). Qu'elles servent à étayer des stratégies d'investissement en position longue ou en position courte, les données ESG risquent de voir leur efficacité s'estomper au fil du temps, en raison d'une interprétation trop simplifiée.

Les avancées en matière d'évaluation ESG seront synonymes de coopération, et non pas de compétition – Comme l'a mis en lumière la pandémie de COVID-19, les risques systémiques tels que les catastrophes naturelles ne peuvent pas donner lieu à une compétition entre les entreprises. Une telle rivalité ne saurait aider à améliorer la situation sanitaire ou à réduire le fardeau que fait peser l'absence d'employés sur le bilan de la société. Les investisseurs importants (les grandes caisses de retraite)

ne souhaitent pas voir le capital humain devenir un facteur concurrentiel, mais ils désirent au contraire que les standards en la matière soient relevés dans toute la société. De même, étant donné que leurs produits sont à l'origine de 80 % des émissions liées au pétrole (émissions de niveau 3), les compagnies pétrolières se doivent de collaborer entre elles ainsi qu'avec les gouvernements afin de présenter de nouvelles solutions importantes et de réduire la dépendance à cette énergie fossile. Une telle coopération rendra obsolète la comparaison des cotes ESG liées aux activités des entreprises, dans la mesure où les différences constatées seront insignifiantes par rapport aux risques de crédit découlant d'une baisse systémique de la demande.

Les thèmes liés à la durabilité resteront forts – Face à la crise actuelle, les gouvernements priorisent les industries jugées essentielles. Ironiquement, cette tendance correspond en tous points à la montée de « l'investissement d'impact ». À mesure que la qualité des données, la communication des informations et la structure des entreprises deviennent la norme à travers les capitalisations boursières et les secteurs, la raison d'être des entreprises s'imposera comme un facteur déterminant. Après tout, la fabrication de respirateurs artificiels ou la recherche sur les vaccins n'ont rien à voir avec la production d'articles qui ne font qu'accroître le risque respiratoire, comme le tabac ou les combustibles polluants. En matière d'impact, certains de ces produits devraient avoir un coût de capital inférieur aux autres, un principe en phase avec les objectifs sociétaux visant la résilience, la santé et le bien-être. Une approche d'investissement thématique peut permettre de profiter de ces tendances à long terme, tout en maintenant le cap lors des cycles à court terme, mais elle peut aussi aider à accroître la prévisibilité des rendements supérieurs.

Après chaque marché baissier ou chaque récession s'ensuit inéluctablement une reprise. De même, la crise actuelle pourrait bien signer la fin de l'investissement ESG dans sa forme initiale et marquer l'avènement d'un renouveau. Nous espérons que cette version « 2.0 » de l'investissement ESG intégrera les victoires enregistrées au cours des 20 dernières années, tout en contribuant significativement à faire naître une philosophie des marchés axée aussi bien sur la récompense des actionnaires que sur l'importance des gouvernements et de la main-d'œuvre. Notre avenir collectif pourrait en dépendre.

Pour en savoir plus sur l'investissement durable, veuillez visiter le site [AGF.com](https://www.agf.com)

¹ <https://www.wbcsd.org/Overview/News-Insights/Insights-from-the-President/The-triangle-that-will-fix-capitalism>

² <https://www.amazon.ca/Models-Behaving-Badly-Confusing-Illusion-Reality-Disaster/dp/1439164991>

³ <https://www.fsb.org/>

Les commentaires que renferme le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 18 juin 2020. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Nous invitons les investisseurs à consulter un professionnel des placements.

Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les opinions d'AGF, de ses filiales ou de ses sociétés affiliées, et ne peuvent être associés à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive d'AGF. Les filiales faisant partie d'AGF sont Placements AGF Inc., AGF Investments America Inc., AGF Investments LLC, AGF Asset Management (Asia) Limited et AGF International Advisors Company Limited. Le terme Placements AGF peut faire référence à une ou à plusieurs des filiales directes ou indirectes d'AGF ou à toutes ces filiales conjointement. Ce terme est utilisé pour plus de commodité et ne décrit pas précisément les sociétés distinctes qui gèrent chacune leurs propres affaires.

^{MC} Le logo AGF est une marque de commerce de La Société de Gestion AGF Limitée et est utilisé aux termes de licences. Date de publication : le 26 juin 2020.